

董事会特征与公司债务期限选择

——基于中国民营上市公司面板数据的研究

向 锐

(厦门大学 工商管理博士后流动站,福建 厦门 361005)

[摘 要] 以 2004 ~ 2006 年在深沪交易所上市的民营公司为样本,采用面板数据,应用随机效应回归技术,从长期负债占负债总额比例和长期银行借款占负债总额比例的角度,就董事会特征对债务期限结构选择的影响进行了实证研究。研究发现,长期债务与董事会独立性、董事会领导结构、异地独立董事、独立董事出勤率正相关,与董事会会议次数、审计委员会设立负相关,而董事会规模、董事长持股比例与债务期限结构选择不相关,这说明民营上市公司董事会特征能够在一定程度上抑制内部控制人的机会主义行为和大股东对中小股东的“隧道行为”,使公司减少对短期债务的使用。

[关键词] 民营上市公司; 面板数据; 债务期限结构

[中图分类号] F23

[文献标识码] A

[文章编号] 1007 - 9556(2009)03 - 0118 - 07

Board Characteristics and the Choice of Mature Structure ——Empirical Study of the Panel Data in Chinese Private Listed Companies

XIANG Rui

(Postdoctoral of Business Administration, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract : Using panel data and random - effects regression, the author explores an empirical research on the relationship between board characteristics and the mature structure of corporate debt which is measured by the ratio of long - term debt to total debt and the ratio of long - term bank debt to total debt based on a dataset consisting of listed private firm from both Shanghai and Shenzhen Stock exchange from 2004 to 2006. The research finds that the mature structure of corporate debt is positively associated with board independence, general manager duality, independent directors who do not come from the place where listed private companies registered, the frequency of independent directors attend meeting, and negatively associated with the numbers of board meeting, audit committee, and not associated with the board size, the proportion of board chairman have stock. The results suggest that the boards characteristics can restrain inner controller from opportunistic behaving, large shareholder from tunneling small shareholder to a certain degree, and make corporate lessen short debt use.

Key Words private listed companies; panel data; debt maturity structure

一、引言

债务融资是公司重要的财务政策之一,而债务期限结构安排是债务融资契约的重要内容,它直接影响到公司资产配置状态的优化以及资本成本的大小。有关公司债务期限结构优化问题的研究文献很多,但大多是着力分析信息不对称、税率大小和风险偏好条件下公司特征对债务融资契约设计的影

响,以解释公司最优债务期限结构的选择。就处于经济转型时期的我国而言,上市公司存在着股权结构独特、投资者法律保护薄弱、内部人控制现象严重、资本市场发展不平衡、公司治理机制不健全等问题,这些问题使得我国的上市公司具有特殊的董事会结构。为此,本文将结合我国特殊的制度背景,以债务期限结构理论为切入点,选取 2004 ~ 2006 年

[收稿日期] 2009 - 01 - 26

[基金项目] 中国博士后科学基金资助项目(20080430782)

[作者简介] 向 锐(1973 -),男,重庆人,管理学博士,厦门大学工商管理博士后流动站博士后,西南交通大学经济管理学院教师,研究方向是财务管理与审计理论。

深沪A股民营上市公司的面板数据作为样本,系统研究我国民营上市公司董事会特征对债务期限结构选择的影响。

二、理论分析与研究假设

董事会作为连接管理层与股东的纽带,代表股东对经理人员进行监督与控制,并批准有关企业的重大决策,它是公司内部治理结构的核心,对公司的运作负有最终责任,其治理效率直接关系到公司价值和相关主体的利益。如果董事会能够有效地进行决策并监督管理层的债务融资行为,公司资本配置将更有效率,公司的价值将得到提高,债权人和债务人的利益也能得到有效保护。因此,董事会监督效率最终会影响公司债务期限结构选择,本文将从八个方面来考察董事会对债务期限结构的影响。

(一) 董事会规模与债务期限结构

董事会规模是影响董事会效率的关键因素。Lipton 和 Lorsch (1992) 指出,随着董事数量的增加,大规模董事会的监督能力会有所提高,但协调与组织过程中的损失将超过董事会规模带来的收益。Jensen (1993) 指出,董事会规模过大,会导致董事会治理失败,董事会规模维持在 7、8 个人最为适宜。Yermack (1996) 以美国《财富》500 强公司作为研究样本,发现 Tobin Q 值与董事会规模负相关。Eisenberg 和 Wells (1998) 研究发现,小规模董事会比大规模董事会更有效率,大规模董事会不能有效发挥对公司管理者的监督作用,但通过采取短期融资的方式,可以在一定程度上抑制公司管理者的机会主义行为。由此,本文提出研究假设 1。

假设 H1: 董事会规模与债务期限结构负相关。

(二) 董事会独立性与债务期限结构

董事会独立性是董事会有效发挥治理作用的必要条件,独立董事出于声誉成本和避免法律诉讼的考虑,会尽力维护股东利益。Beasley (1996) 研究发现,随着外部董事比例的提高,公司管理层舞弊的可能性会减小。Beasley 等 (2000) 发现,发生舞弊的公司比没有发生舞弊的公司外部董事占董事会的比例更低。Uzun 等 (2004) 的经验研究表明,独立董事比例与公司发生财务舞弊行为的概率负相关。吴淑琨 (2004) 发现,非执行董事比例对企业价值具有显著的正向作用。可见,拥有更高比例的独立董事有助于加强董事会的客观性和独立性,可以更好地对执行董事的行为进行监控,抑制管理层的“败德行为”和“逆向选择”,所以独立董事比例高的公司应有较

多的长期债务。由此,本文提出研究假设 2。

假设 H2: 董事会独立性与债务期限结构正相关。

(三) 董事会会议次数与债务期限结构

Lipton 和 Lorsch (1992) 指出,足够的工作时间是董事履行监督职能的基本条件之一,因此,董事会每两个月至少应开一次会,每次会议时间至少应为一个工作日,董事会会议越频繁,董事们就越乐于履行与股东利益相一致的职责。Vafeas (1999) 研究了董事会开会频率与公司价值的关系,得出二者具有负相关关系的结论。但在我国,上市公司大股东实际上控制了董事会的活动,董事会开会是一种被动行为,董事们实际上没有太多的时间来讨论管理层的表现。由此,本文提出研究假设 3。

假设 H3: 董事会会议次数与债务期限结构负相关。

(四) 董事会领导结构与债务期限结构

董事会领导结构是指董事长与总经理两职合一或分离的状况,这一直是学术界争论的焦点问题。委托代理理论认为,董事长作为董事会代表,与总经理之间是监督与被监督关系,必须强化董事会的监控职能,将总经理与董事长的职务分离开来。Fama 和 Jensen (1983) 以及 Molz (1988) 都认为,被公司经理人员控制的董事会将不能行使其法定的治理职能。现代管家理论认为,董事长与总经理“两职合一”可以减少双方协调引起的低效率和纠纷,有利于提高信息沟通的效率和组织的决策速度,从而提高企业的绩效。Anderson 和 Anthony (1986) 认为,两职合一为公司提供了一个领导核心,并会产生更清晰的公司战略和使命。Brickley 等人 (1995) 研究发现,两职分离的公司绩效并没有改进,特别是双重领导结构的公司并不比单领导结构的公司有更高的会计利润(资产收益率),而且采用双领导结构的公司还会导致股票价格下降。可见,董事长、总经理两职合一或分离的状况与债务期限结构的相关关系尚不好判断。由此,本文提出研究假设 4。

假设 H4: 董事会领导结构与债务期限结构的相关关系尚不明确,有待检验。

(五) 董事长持股比例与债务期限结构

根据委托代理理论,增加管理者的持股比例可以降低外部股权的代理成本,更好地起到激励与约束的双重作用。Hotmstrom (1979) 对报酬与绩效之间的关系进行了阐述,认为绩效与代理人的努力程度相关程度越高,代理人的报酬绩效敏感度就越大。

Hall 和 Liebman (1998) 对美国 368 家公司高管报酬与企业业绩的关系进行了研究,发现管理者报酬与企业业绩相关性是递增的,股票报酬形式具有长期的激励作用。可见,适当的持股能使董事长履行职责的积极性更高,也更加关注公司的发展,从而有更强的动力去领导和监督经理人经营企业,使公司对短期债务的使用减少。由此,本文提出研究假设 5。

假设 H5: 董事长持股比例与债务期限结构正相关。

(六) 审计委员会的设立与债务期限结构

审计委员会是董事会下设的专门委员会,在监督管理者经营决策行为中扮演着重要角色。Fama 和 Jensen (1983) 研究发现,审计委员会可以有效地减少公司的代理成本。Lynn (1985) 认为,审计委员会与公司选择审计师之间存在正相关关系。Anderson 等 (2004) 研究发现,审计委员会在降低公司资本成本方面起着重要作用。美国国会和政府于 2002 年 6 月通过的 SOX 法案 (Sarbanes - Oxley Act of 2002) 明确规定,上市公司审计委员会中必须有一个以上的财务专家,以改善公司治理效果。我国 2002 年的公司治理准则规定,上市公司可以根据自身条件设置审计委员会,以更好地提高董事会的决策和运作能力。总之,审计委员会的设立可以在一定程度上抑制管理层的“败德行为”和“逆向选择”,公司应有更多的长期债务。由此,本文提出研究假设 6。

假设 H6: 审计委员会的设立与债务期限结构正相关。

(七) 异地独立董事与债务期限结构

上市公司聘用的异地独立董事多数是其他公司的经理,或是其他复杂组织的重要决策代理人,他们会利用董事身份向内部和外部的决策代理人市场显示他们的决策能力。Fama 和 Jensen (1983) 认为,外部董事的价值主要取决于其在其他组织里作为内部决策者的表现。Zahra 和 Pearce (1989) 认为,独立董事往往能够帮助公司化解各种危机,但独立董事工作地点与上市公司的一致性会造成其与经营者之间形成各种关系网络,使其不能充分行使职能。异地独立董事与经营者之间则较少存在利益关系,他们更想维护、提高自己的专家声誉,具有履行职责的积极性,且不会与经营者串通,侵害股东的利益,从而增加了公司对长期债务的使用。由此,本文提出研究假设 7。

假设 H7: 异地董事与债务期限结构正相关。

(八) 独立董事出勤率与债务期限结构

我国的上市公司治理准则明确规定,董事应根据公司和全体股东的最大利益勤勉地履行职责。一般来说,独立董事比董事会的其他成员更具有独立性,他们一般是经济、法律和会计等方面的专家,在董事会具有一定的影响力,可以影响董事会的决策。Fama 和 Jensen (1983) 认为,在内部经营者出现意见分歧时,外部的董事会成员能充当仲裁员,并执行涉及内部经营者与享有剩余要求权者之间的代理任务。在我国上市公司治理中,独立董事缺席董事会会议的现象时有发生,独立董事缺乏履行其职责以及参与企业内部控制系统改进的积极性。独立董事出勤率高,就意味着他们能认真履行其职责,能站在投资者的立场上发表权威意见,进而影响公司管理者的决策行为,减少代理成本,从而使用较多的长期债务。由此,本文提出研究假设 8。

假设 H8: 独立董事出勤率与债务期限结构正相关。

三、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文以 2004 ~ 2006 年我国深圳、上海证券交易所 A 股民营上市公司作为研究样本,并按以下方法对样本进行筛选: (1) 鉴于金融类民营上市公司的特殊性,本文将其剔除; (2) 剔除部分变量数据缺失的样本公司; (3) 为了保证董事会特征分析的有效性,剔除在每一研究年份民营化时间不满一年的民营上市公司。经过筛选,我们最终得到有效样本 896 家,其中,2004、2005、2006 年的有效样本分别为 252、313、331 家。民营上市公司的治理数据来源于 CSMAR 中国上市公司治理结构研究数据库查询系统,其他数据来源于金融界网站 (share. jrj. com. cn)。

(二) 变量设计

为了检验民营上市公司董事会特征对债务期限结构的影响,本文构造了三类研究变量,详见表 1。

1. 被解释变量定义——债务期限结构的测度。债务融资期限结构是按照债务融资总量时间期限来划分的,以一年以内 (含一年) 作为划分短期债务融资和长期债务融资的时间标准。短期债务融资主要包括金融机构短期借款、商业信用以及一年内将要到期的长期负债,长期债务融资主要包括金融机构长期借款、企业债券以及融资租赁。对于债务期限结构的测度,不同学者根据债务融资总量的构成内容,采用了不同的衡量方法。Michael 和 Clifford

(1995)采用的是三年以上长期债务占全部债务的比例,Mark和David(1996)采用的是企业各种类型债务期限的加权平均值,Ozkan(2000)采用的是一年以上债务占全部债务的比例。我国的上市公司基本上没有企业债券和融资租赁这样的长期融资方式,并且对债务融资内容的披露也相当简略,因此,我们只能采取Ozkan(2000)的做法,利用企业一年以上长期负债占负债总额的比例来衡量公司债务期限结构,用符号DM1来表示。由于我国债券市场不发达,企业主要的债权人 是银行,民营上市公司有近80%的长期负债是由银行长期借款形成的(见图1),长期负债构成比例存在着严重的失衡现象。为了提供稳健性结论,我们利用企业一年以上长期银行借款占负债总额的比例来进一步衡量公司债务期限结构,用符号DM2来表示。

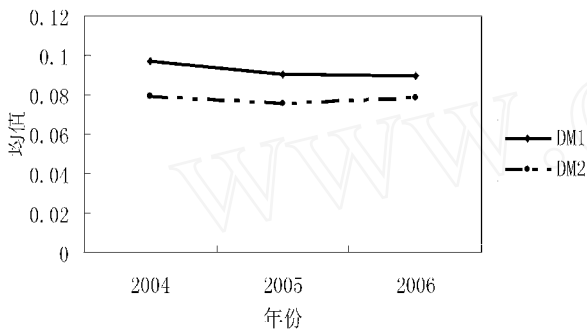


图1 2004~2006年平均横截面债务期限结构

2. 解释变量定义。本文的解释变量包括董事会规模、董事会独立性、董事会会议次数、董事会领导结构、董事长持股比例、审计委员会的设立、异地独立董事、独立董事出勤率等董事会特征指标,变量描述详见表1。

3. 控制变量定义。与Beasley(1996)、Uzun等(2004)、叶康涛等(2007)的经验研究类似,本文将财务杠杆(DEBT)和成长性(GROWTH)作为基本的控制变量。另外,Fama和Jensen(1983)提出,一般情况下,企业规模增大会引起代理成本的增加。由此可以推断,企业对长期负债的需求随其规模而增加,所以我们将企业规模(LNASSET)也作为本研究的控制变量之一。

控股股东加强监督有助于减少管理者的代理成本,但他们也会产生控制私欲,想掠夺和侵占中小股东利益。La Porta等(1999)、Claessens等(2000)研究发现,大股东往往有提高公司经营业绩的动力,但魏

刚等(2007)发现,第一大股东对公司经营业绩有负面影响。这说明,在中国的制度背景下,控股股东与中小股东、债权人之间存在严重的利益冲突,这是公司治理亟待解决的重要问题。因此,我们将第一大股东持股比例(FIRST)作为本研究的控制变量。

我国的《上市公司治理准则》要求上市公司应在公司章程中规定股东大会的召开和表决程序,要求明确股东大会对董事会的授权原则,充分发挥机构投资者在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面的积极作用,这使得股东大会可以通过董事会来影响企业债务融资行为。因此,本文将股东大会每年的开会次数(SMEET)作为控制变量。

表1 变量描述

类型	名称	符号	定义
被解释变量	债务期限结构	DM1	长期负债/负债总额
		DM2	长期银行借款/负债总额
	董事会规模	BSIZE	董事会的总人数
	董事会独立性	OUTDIR	独立董事人数/董事会总人数
	董事会会议次数	BMEET	年内董事会会议的次数
	董事会领导结构	DUALITY	如果董事长和总经理为同一人, DUALITY为1,否则为0
	董事长持股比例	DSTOCK	董事长所持股份/总股份
	审计委员会的设立	AUDCOMM	如果董事会中设立了审计委员会, AUDCOMM为1,否则为0
	异地独立董事	BPLACE	如果独立董事有与上市公司工作地点不一致的, BPLACE为1,否则为0
	独立董事出勤率	ATTEND	独立董事亲自参加董事会会议次数/应该参加的总次数
控制变量	成长性	GROWTH	(期末总资产-期初总资产)/期末总资产
	财务杠杆	DEBT	年末总债务/年末总资产
	公司规模	LNASSET	年末总资产的自然对数
	第一大股东持股比例	FIRST	第一大股东所持股份/总股份
	股东大会次数	SMEET	年内股东大会会议的次数

(三) 研究方法设计

为了实证检验我国民营上市公司董事会特征对债务期限结构的影响,本文根据所选变量及其界定,建立如下模型:

$$DM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BSIZE_{it} + \alpha_2 OUTDIR_{it} + \alpha_3 BMEET_{it} + \alpha_4 DUALITY_{it} + \alpha_5 DSTOCK_{it} + \alpha_6 AUDCOMM_{it} + \alpha_7 BPLACE_{it} + \alpha_8 ATTEND_{it} + \alpha_9 GROWTH_{it} + \alpha_{10} DEBT_{it} + \alpha_{11} LNASSET_{it} + \alpha_{12} FIRST_{it} + \alpha_{13} SMEET_{it} + \epsilon_{it}$$

其中, $i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$; DM_{it} 为第 t 年第 i 家公司的债务期限结构,分别用长期负债占负债总额的比例(DM1)和长期银行借款占负债总额的比例(DM2)来衡量; α_0 为截距, $\alpha_1, \dots, \alpha_{13}$ 为回归系数, ϵ_{it} 为随机误差项。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2 变量的描述性统计结果

变量	观测个数	最小值	最大值	均值	标准差
DM1	896	0.000	0.810	0.091	0.131
DM2	896	0.000	0.810	0.077	0.124
BSIZE	896	3	17	8.97	1.85
OUTDIR	896	0.00	0.67	0.355	0.056
BMEET	896	3	33	8.13	3.43
DUALITY	896	0	1	0.17	0.37
DSTOCK	896	0.000	0.429	0.018	6.39
AUDCOMM	896	0	1	0.3	0.46
BPLACE	896	0	1	0.74	0.44
ATTEND	896	0.44	1.00	0.98	0.058
GROWTH	896	-0.93	3.59	0.091	0.314
DEBT	896	0.06	16.33	0.68	1.031
LNASSET	896	17.08	24.30	20.85	0.925
FIRST	896	0.052	0.81	0.314	12.46
SMEET	896	1	8	2.51	1.23

从表2的样本数据描述性统计中可以看出,在样本民营上市公司中,长期负债占负债总额的比例(DM1)和长期银行借款占负债总额的比例(DM2)的均值分别为0.091和0.077,这低于Fan等人(2004)研究样本中绝大多数国家的平均水平,说明我国民营上市公司长期债务融资比重偏低,公司主要依靠短期债务融资。统计中还发现,长期债务融资比例为0(即100%依靠短期债务融资)的样本公司有211家,占了全部样本近1/4。

从样本公司董事会特征变量的描述性统计中可以看出,样本公司董事会中的董事人数最多为17人,最少为3人,平均为8.97人,基本上在《公司法》规定的范围内;平均来说,有35.5%的董事是独立董事,且其样本标准差仅为0.056,即我国民营上市公司独立董事的比例基本上是在30%的法定水平上下轻微波动;董事会当年的会议次数最高为33次,最低为3次,平均为8.13次,高于李常清和赖建清(2004)的统计结果,也高于美国公司的平均值7.45次;董事长持股平均占总股本的1.8%左右,总体而言是比较低的;审计委员会设立的平均值为30%,具体来看,在896家样本公司中,已经设立审计委员会的有269家,未设立审计委员会的有627家;从董事长与总经理两职设置情况来看,两职完全合一公司的平均值为17%,说明我国民营上市公司两职分离的情况比较普遍,这可能是受到两职分离有利于公司治理效率提高的理论的影响,也可能是

为了满足证监会的要求;平均而言,样本公司有74%的独立董事来自于上市公司的非注册地;独立董事亲自参加董事会会议的平均比率达到98%,说明独立董事对于公司董事会会议较为重视。

(二) 面板数据的回归分析

根据我们研究问题的特点,我们认为董事会特征对债务期限结构选择的影响应有其共性的一面。另外,考虑到本文数据的一些特点(横截面和时间序列的结合),我们使用面板数据(Panel data)对上述回归模型进行估计。在得出面板数据模型估计结果时,我们同时给出固定效应模型(fixed effects)和随机效应模型(random effects)的估计结果用于比较分析。

表3和表4列出了应用Stata8.0软件得到的回归结果。由模型(1)和模型(2)的Hausman检验结果(P值均大于0.01)可知,在民营上市公司中不存在显著的非观测效应,应该采用随机效应模型进行估计,即表3和表4中的模型(2)是适宜的回归模型,我们的讨论也主要集中于随机效应模型的估计结果上。

表3是长期负债占负债总额比例(DM1)作为被解释变量的回归结果,表4是长期银行借款占负债总额比例(DM2)作为被解释变量的回归结果,二者估计系数联合显著性Wald chi2检验在1%的水平上显著。在表3的模型(2)中,董事会规模的系数是正的,但不显著,而在表4的模型(2)中,董事会规模的系数是负的,也不显著,这与本文的研究假设不一致。这是因为,在我国现阶段,上市公司董事会规模多是出于制度性安排,缺乏自愿性需求,从而导致董事会规模偏大,缺乏创新和效率,董事会规模效应的发挥还存在一定的机能障碍。

从表3和表4中模型(2)的回归结果可以看出,无论债务期限结构如何度量,董事会独立性与债务期限结构都在5%的水平上显著正相关,说明董事会的独立性越高,越有利于提高董事会的客观性和独立性,可以更好地抑制管理层的机会主义行为,降低代理成本,减少对短期债务的使用。

在表3和表4的模型(2)中,董事会会议次数的系数均是负的,但不显著,这与本文的假设基本一致,即董事会会议次数多并不意味着董事会更积极、更有效,而很可能是在公司遇到问题时临时性地增加开会的频率。因此,董事会会议次数多的公司需要使用更多的短期债务来抑制内部控制人的机会主义行为,降低代理成本。

在以长期负债占负债总额比例度量债务期限结

构的回归中(见表3的模型(2)),董事会领导结构的系数是正的(0.02),且在10%的水平上显著,而在以长期银行借款占负债总额比例度量债务期限结构的回归中(见表4的模型(2)),董事会领导结构的系数也是正的(0.014),显著性水平在15%左右(P值为0.154)。总的来说,这些实证结果支持了现代管家理论的观点,即董事长与总经理“两职合一”的领导结构可以提高董事会和管理层的工作效率,减少代理冲突,从而减少短期债务的使用。

表3 董事会特征与债务期限结构的回归结果(因变量:DMI)

自变量	预期符号	模型(1) Fixed Effects	模型(2) Random Effects
Intercept	?	- 0.810 ** (0.389)	- 0.830 *** (0.157)
BSIZE	-	- 0.001 (0.004)	0.0003 (0.003)
OUTDIR	+	0.152 * (0.089)	0.158 ** (0.071)
BMEET	-	9.86e - 06 (0.002)	- 0.0001 (0.001)
DUALITY	?	0.019 (0.002)	0.020 * (0.011)
DSTOCK	+	0.0001 (0.001)	- 0.0002 (0.001)
AUDCOMM	+	- 0.016 (0.016)	- 0.005 (0.011)
BPLACE	+	0.014 * (0.009)	0.014 * (0.008)
ATTEND	+	0.056 (0.062)	0.085 (0.056)
GROWTH	+	0.015 (0.014)	0.028 ** (0.011)
DEBT	?	0.004 (0.009)	0.007 (0.005)
LNASSET	+	0.034 * (0.018)	0.035 *** (0.007)
FIRST	?	0.002 *** (0.001)	0.0008 * (0.001)
SMEET	+	0.005 * (0.003)	0.002 (0.003)
样本量		896	896
R ²		0.0487	0.0776
F 检验		2.53 0.0022	
Wald chi2			62.77 (0.0000)
Hausman 检验		23.85 (0.0325)	

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;方程系数右边括号中的值为参数估计值标准误;表中给出了F检验、Hausman检验结果,固定效应模型使用的是t检验,随机效应模型使用的是z检验。

在以长期负债占负债总额比例度量债务期限结构的回归中(见表3的模型(2)),董事长持股比例的系数是负的,但不显著,而在以长期银行借款占负债总额比例度量债务期限结构的回归中(见表4的模型(2)),董事长持股比例的系数是正的,但不显著。总的来说,这些实证结果与本文的研究假设不一致,这可能是因为现阶段我国民营上市公司董事长持股比例普遍偏低,缺乏有效的激励机制,董事长完全是为控股股东利益服务,其对债务期限结构的调节作用不够显著。

在表3和表4的模型(2)中,审计委员会设立的系数均是负的,但不显著,这与本文的研究假设不一致。这可能是因为我国民营上市公司审计委员会还处于萌芽状态,且公司设立审计委员会更多是出于制度性安排,还不能充分发挥其审核、监督与复核等功能,从而增加了对短期债务的使用。

在表3和表4的模型(2)中,异地独立董事的系数是正的,分别在10%和5%的水平上显著,说明异地独立董事出于维护自己声誉的考虑,具有履行职责的积极性,能在一定程度上监督管理者,改善公司的内部控制系统,减少代理成本,从而减少对短期债务的使用。

在表3和表4的模型(2)中,独立董事出勤率的系数均是正的,但不显著,这说明独立董事出勤率高意味着他们有足够的精力来保障其认真履行职责,对董事会的控制力也更大,有助于强化董事会的独立性,抑制内部人的机会主义行为,减缓代理冲突,从而减少对短期债务的使用。这些研究发现与本文提出的研究假设基本一致。

表4 董事会特征与债务期限结构的回归结果(因变量:DM2)

自变量	预期符号	模型(1) Fixed Effects	模型(2) Random Effects
Intercept	?	- 0.999 *** (0.370)	0.836 *** (0.147)
BSIZE	-	- 0.0009 (0.004)	- 0.00002 (0.003)
OUTDIR	+	0.147 * (0.085)	0.171 ** (0.067)
BMEET	-	- 0.0004 (0.002)	- 0.001 (0.001)
DUALITY	?	0.016 (0.012)	0.014 (0.010)
DSTOCK	+	0.0003 (0.001)	0.00004 (0.001)
AUDCOMM	+	- 0.021 (0.015)	- 0.008 (0.010)
BPLACE	+	0.017 ** (0.008)	0.015 ** (0.007)
ATTEND	+	0.046 (0.059)	0.062 (0.053)
GROWTH	+	0.009 (0.013)	0.023 ** (0.010)
DEBT	?	0.007 (0.008)	0.008 * (0.004)
LNASSET	+	0.043 ** (0.017)	0.036 *** (0.006)
FIRST	?	0.002 *** (0.001)	0.001 * (0.0003)
SMEET	+	0.006 ** (0.003)	0.004 (0.003)
样本量		896	896
R ²		0.0569	0.0849
F 检验		2.98 (0.0003)	
Wald chi2			64.83 (0.0000)
Hausman 检验		24.54 (0.0265)	

注:同表3注

五、研究结论

本文以我国民营上市公司为样本,采用非平衡面板数据,在控制相关变量的情况下,应用随机效应

模型回归估计技术,就民营上市公司董事会特征对债务期限结构的影响进行经验检验。研究结果表明,董事会独立性、董事会领导结构、异地独立董事及独立董事出勤率等董事会特征能在一定程度上抑制内部控制人的机会主义行为,减少大股东对中小股东的“隧道行为”,使公司减少对短期债务的使用,增加对长期债务的使用;其他一些董事会特征,有的能增加对短期债务的使用,有的对债务期限结构的选择没有影响。

根据以上结论,本文提出四项建议:一是加快董事规模效率与独立董事选拔机制的建设,完善公司独立董事的出勤制度,从而提高董事会的独立性和独立董事的监督能力;二是改进上市公司董事会会议制度,充分发挥董事会会议的功能;三是强化上市公司董事会中审计委员会的建设,为独立董事独立、公正地履行职责营造一个良好的内部环境;四是积极探索董事长的财务激励机制设计,尽快解决董事长履行职责积极性不足的问题。

注释:

债务期限结构是按照债务融资总量时间期限来划分的,一般用长期债务占总债务的比例来衡量债务期限结构。

James 和 Wiggins(1990)、Diamond(1991)、Black 和 Smith(1995)、Michael J. B 和 Clifford W. S(1995)、Jose 和 Tim(1996)等经验分析了企业债务期限结构的影响因素。

李常清和赖建清(2004)认为,董事会作为一种新型的公司治理机制在我国没有充分发挥其应有的作用,董事会独立性较低、董事会职能不清以及董事会作用微弱是许多公司存在的问题。

[参 考 文 献]

- [1] 吴淑琨. 基于股权结构的董事会独立性与公司绩效的实证研究[J]. 西安交通大学学报, 2004, (1).
- [2] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”[J]. 经济研究, 2007, (4).
- [3] 魏 刚, 肖泽忠, Nick Travlos, 邹 宏. 独立董事背景与公司经营绩效[J]. 经济研究, 2007, (3).
- [4] 李常清, 赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗[J]. 金融研究, 2004, (5).
- [5] 向 锐. 董事会特征与审计质量的关系——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2008, (5).
- [6] 张玉柯, 申富平. 我国独立董事制度的有效性及其运行机制研究综述[J]. 河北大学学报(哲学社会科学版), 2007, (6).
- [7] 袁卫秋. 债务融资具有积极治理效应吗[J]. 河北经贸大学学报, 2008, (4).
- [8] 张 彬, 王曙光. 债务融资与公司绩效的实证研究[J]. 审计与经济研究, 2007, (5).
- [9] 杨兴全. 债务融资、债务期限与企业的成长性——来自我国上市公司的经验证据[J]. 河北经贸大学学报, 2007, (4).
- [10] 陶 安. 债务期限结构、公司价值与债权人保护[J]. 云南财经大学学报, 2007, (4).
- [11] 徐 哲. 董事会与企业内部控制环境创建[J]. 经济与管理, 2008, (2).
- [12] 杨兴全, 梅 波. 成长机会、债务融资与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J]. 云南财经大学学报, 2008, (6).
- [13] Lipton M J Lorsch. A Model Proposal for Improved Corporate Governance[J]. Business Lawyer, 1992, 48: 59 - 77.
- [14] Lynn S A. Audit Committees in Reviews: Their Impact on the CPA Selection Process[J]. Ohio CPA Journal, 1985, 19: 9 - 16.
- [15] Michael J Barclay, Clifford W Smith Jr. The Mature Structure of Corporate Debt[J]. Journal of Finance, 1995, 50: 609 - 631.
- [16] Ozkan A. An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure[J]. European Financial Management, 2000, 6: 197 - 212.
- [17] Uzun H, Samuel H S. Board Composition and Corporate Fraud[J]. Financial Analysis Journal, 2004, 60: 33 - 43.
- [18] Vafeas N. Board Meeting Frequency and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53: 113 - 142.
- [19] Yermack D. Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40: 185 - 212.
- [20] Zahra Shaker A John A Pearce. Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model[J]. Journal of Management, 1989, 15: 291 - 334.

[责任编辑:高 巍]